

# グローバリゼーション下のコーポレート・ガバナンス論再考 —日産自動車の事例から考える—

三 和 裕 美 子

1. はじめに
2. 日産自動車のコーポレート・ガバナンスの問題点
3. コーポレート・ガバナンス論再考
4. わが国企業の株式保有状況と機関投資家のエンゲージメント
5. まとめにかえて

## 1. はじめに

2018年11月、日産自動車の経営トップが逮捕されるという事件が起こった。経営者が報酬額に関して、有価証券に虚偽を記載していたということである。わが国においては、2014年にスチュワードシップ・コード、2015年にコーポレートガバナンス・コードが導入され、企業と機関投資家の「効果的な対話」が促進されるなど、コーポレート・ガバナンスに注目が高まっている中でこの事件であったため、その衝撃は大きかった。この事件は、経営者を交替させるというコーポレート・ガバナンスの基本的なチェックシステム、すなわち内部統制や市場による規律が全く機能していなかったことを意味している。

日産自動車は、仏ルノー社が43.4%を、そのルノー社の株式をフランス政府が15%保有するという国際的な会社である。まさに現在のグローバル化の下での大規模な株式会社であり、この事件の衝撃は瞬く間に世界中に広まり、日仏両国の政治問題にまで発展しかねない状況である。事件の詳細について語ることは時期尚早であるが、グローバル企業のコーポレート・ガバナンスの問題として、本稿では内部統制及び株主構成の問題点から考察してみたい。

株式会社の多国籍化に象徴される現代のグローバリゼーションは、コーポレート・グローバリゼーションともいえる。この結果として、資本が国境を越えて自由に移動ができる、大企業への富の集中、民主国家や地域コミュニティの主権が奪われ、グローバル企業に権力が集中していくこと、それに対する国家の干渉という問題などが起こってくる。現在のコーポレート・ガバナンス

スの問題は、コーポレート・グローバリゼーションの問題としてとらえる必要があり、日産自動車の事件は、まさにこのような問題を提起しているといえよう。

本稿では、日産自動車におけるガバナンスの問題点を考察し、その上で、グローバリゼーション下のコーポレート・ガバナンス再考を試みる。次章では新聞報道から日産自動車の事件を概観する。3章ではコーポレート・ガバナンスに関するこれまでの理論を再考察する。4章では、投資家からの株式会社のチェックシステムに焦点をあて、わが国の現状について言及する。

## 2. 日産自動車のコーポレート・ガバナンスの問題点

### (1) 日産自動車の事件

2018年11月19日、東京地検特捜部は仏ルノー・日産自動車・三菱自動車の会長を兼務していたカルロス・ゴーン容疑者（以下ゴーン氏と称する）と同社外国人役員の2人を金融商品取引法違反、有価証券虚偽記載容疑で逮捕した。有価証券虚偽記載容疑で突然の逮捕は異例であり、様々な憶測がでている。新聞報道によると、ゴーン氏は、有価証券報告書に記載した役員報酬とは別に、規定されている報酬総額から年約10億円を自らに還流させていたという<sup>1</sup>。

日産自動車は、2008年の株主総会において役員報酬の総額上限を、約30億円と決議した。今回の逮捕容疑となった2014年3月期までの5年間、有価証券報告書に記載されたゴーン容疑者の報酬は9億8200万円から10億3500万円で、役員全員の報酬総額は16億円から18億円となっていた。ゴーン容疑者には役員報酬の分配権限があり、総額上限との差のうち、約10億円を自らに還流させていた疑いがあるという。さらに、ゴーン容疑者が、日産の海外子会社を通じて高級住宅を私的に取得していたということも言われている。このような状態を受けて、同月22日、日産自動車は臨時取締役会を開催して、ゴーン氏を解任した。本稿執筆時点では、第三者による調査委員会も組織されておらず、またゴーン氏も拘留中であることからこの事件の全容は未解明である。しかしながら、日産自動車の事件はまさにコーポレート・ガバナンスの問題を提示しており、さらに金融商品取引法の虚偽記載容疑での逮捕でコーポレート・ガバナンスが正される重要な事例になる可能性がある<sup>2</sup>。

以下では日産自動車におけるゴーン氏の足跡を概観しよう。日産自動車は経営危機に陥った1999年にルノーと資本提携をした。その際にゴーン氏は日産自動車の最高執行責任者、2001年に最高経営責任者に就任した。当時日産自動車はそれまでの8年間に7回も営業赤字を出し、有利子負債は2兆円を超えていた。ゴーン氏は「日産リバイバルプラン」の下、5つの工場を閉鎖し、従業員2万人削減、系列取引の見直しなどを行い、コスト削減を徹底的に行った。2001年3月期決算では、過去最高益を記録するなどV字回復を達成した。その後2005年にルノー社の

1 日本経済新聞「ゴーン日産会長 逮捕」2018年11月20日。

同「ゴーン氏 私的流用か」2018年11月20日。

2 同上

会長兼 CEO、PDG（President Director General）に就任した。2007 年 3 月期には社長就任後初の営業減益になる。2015 年には、同氏の役員報酬が初の 10 億円を超えた。2016 年に燃費不正問題を起こした三菱自動車に出資をし、同社の会長に就任した。2017 年に日産自動車の代表権のある会長に就任した。日産自動車においては、役員報酬および経営トップの選解任の権限は取締役会議長のゴーン氏にあったということである<sup>3</sup>。

ゴーン氏は 2005 年からルノー社の PDG であり、すでに 10 年以上経過している。こうした権限の集中が日産自動車や三菱自動車のコーポレート・ガバナンスに及ぼした影響は少なくない。

ゴーン氏の日産自動車での歩みを概観したが、ここから見えてきた問題として、第一に内部統制の問題があげられる。ゴーン氏の 20 年近くにもなる長期政権であること、さらにルノー、日産自動車、三菱自動車 3 社の経営トップであること、これによって権限が集中し、役員報酬や役員の選解任の権限をゴーン氏が握っていたということは、コーポレート・ガバナンスの観点からみて問題であろう。

これはフランスの内部統制システムの影響を大きく受けているのではないかと考える。フランスの株式会社は、株主総会の 3 分の 2 決議で伝統的な取締役会一層制かドイツ型の二層制を選択することができる。一層制をとっている企業は、取締役会会長と CEO が同じである PDG かそれらを分離をするか、どちらかを選択することになっている。PDG 制度は、経営執行者への権限の集中度が非常に高く、そのステイタスも高い<sup>4</sup>。日本の内部統制システムは、指名委員会等設置会社は一層制であり、指名委員会、報酬委員会、監査委員会の 3 つの委員会がある。伝統的な監査役設置会社は、二層制であり、監査役会が取締役会をチェックする仕組みになっている。2015 年に導入された監査委員会等設置会社は一層制であるが、取締役会に監査委員会を設置することになっている。日産自動車は伝統的な監査役設置会社である。経営トップへの権限の集中によって、チェックシステムが機能不全に陥っていったプロセスについて今後詳細に検証する必要がある。

## （2）日産自動車の株主構成

次に株主構成の問題を考察する。図表 1 は、日産自動車の有価証券報告書に記載されている大株主名簿である。大株主のルノーが 40% 超である以外は国内外の信託口の保有となっている。それを実質株主ベースでみたものが、図表 2 である。ルノーの後に続いているのは、ダイムラーの 3.32%、それ以下の株主は野村アセットマネジメント社の 1.61% 以下、国内外の機関投資家が続いている。

次に日産自動車の株主構成、およびルノーと三菱自動車の資本関係を概観する。図表 3 が示すように、現在日産自動車の大株主は仏ルノーであり、43.4% を保有している。日産自動車はル

3 日本経済新聞「変節したカリスマ」2018 年 11 月 20 日。

4 三和裕美子 [2014]、p.26。

ノーの株式を15%保有している。日産自動車は三菱自動車の株式を34.5%保有する3社による資本提携を結んでいる<sup>5</sup>。

フランス政府は2014年に国内の産業を守る目的でフロランジュ法を制定し、株式を2年以上持つ株主に、2倍の議決権を与えることとした。ただし株主の3分の2が反対すれば、この「2

図表1 日産の大株主名簿

平成30年9月30日現在

氏名又は名称	住 所	所有株式数 (千株)	発行済株式(自己株式を除く。)の総数に対する 所有株式数の割合(%)
ルノー エヌエイ (常任代理人 株式会社みずほ 銀行決済営業部)	13-15 QUAI ALPHONSE LE GALLO 92100 BOULOGNE BILLANCOURT FRANCE (東京都港区港南2丁目15番1号品 川インターシティA棟)	1,831,837	43.7
ザ チェース マンハッタンバン ク エヌエイ ロンドン スペシャル アカウント ナンバーワン (常任代理人 株式会社みずほ 銀行決済営業部) (注)	WOOLGATE HOUSE, COLEMAN STREET LONDON EC2P 2HD, ENGLAND (東京都港区港南2丁目15番1号品 川インターシティA棟)	144,232	3.4
日本マスタートラスト信託銀行 株式会社(信託口)	東京都港区浜松町2丁目11番3号	132,178	3.2
日本トラスティ・サービス信託 銀行株式会社(信託口)	東京都中央区晴海1丁目8番11号	111,423	2.7
日本トラスティ・サービス信託 銀行株式会社(信託口9)	東京都中央区晴海1丁目8番11号	56,771	1.4
日本生命保険相互会社 (常任代理人 日本マスタート ラスト信託銀行株式会社)	東京都千代田区丸の内1丁目6番6 号 日本生命証券管理部内 (東京都 港区浜松町2丁目11番3号)	54,029	1.3
日本トラスティ・サービス信託 銀行株式会社(信託口5)	東京都中央区晴海1丁目8番11号	45,974	1.1
ステート ストリートバンク ウェスト クライアント トリー ティー 505234 (常任代理人 株式会社みずほ 銀行 決済営業部)	1776 HERITAGE DRIVE, NORTH QUINCY, MA 02171, U.S.A. (東京都港区港南2丁目15番1号品 川インターシティA棟)	41,895	1.0
日本トラスティ・サービス信託 銀行株式会社(信託口1)	東京都中央区晴海1丁目8番11号	33,421	0.8
日本トラスティ・サービス信託 銀行株式会社(信託口2)	東京都中央区晴海1丁目8番11号	32,863	0.8
計	—	2,484,623	59.3

(注) 株主名簿上は、ザ チェース マンハッタンバンク エヌエイ ロンドン スペシャル アカウ  
ント ナンバー ワン名義となっているが、このうち140,142千株をダイムス페인 S.L. が実  
質的に所有している。

出所：日産自動車有価証券報告書（2018年度第2四半期）

<sup>5</sup> 日本経済新聞「ゴーン退場 日仏連合主導権は誰に」2018年11月21日。

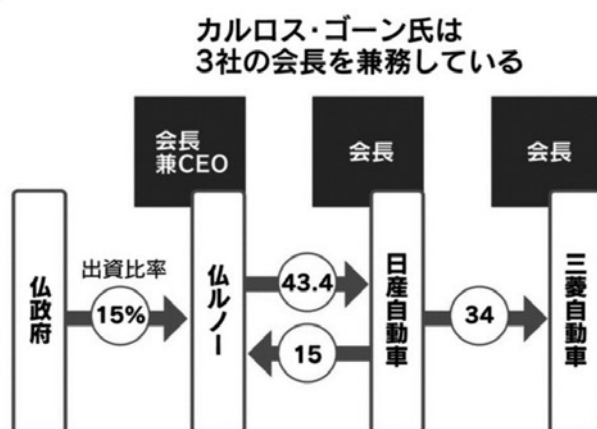
倍ルール」の適用を免れる。2015年4月30日のルノーの株主総会で、ルノー経営陣は「2倍ルールの適用除外」を決めようとしたが、仏政府はルノー株を一時的に買い増してこれを否決に持ち込んだ。この結果、仏政府の議決権は15%から28%に増えた。日産自動車はルノーに15%出資しているが、日産自動車は資本関係上ルノーの連結子会社となっているため議決権を持たない。このように日産自動車とルノーの資本提携は対等なものではなく、フランス政府によるルノーを通じての日産自動車支配の問題をも孕んでいる。

図表2 日産自動車の実質株主保有者（上位10）

株 主	持株比率
Renault SA	43.4
Daimler AG	3.32
Nomura Asset Management Co., Ltd.	1.61
The Vanguard Group, Inc.	1.17
BlackRock Fund Advisors	1.05
Daiwa Asset Management Co. Ltd.	0.7
Nikko Asset Management Co., Ltd.	0.62
Norges Bank Investment Management	0.58
Tokio Marine Holdings, Inc.	0.54
BNY Mellon Asset Management North America Corp.	0.46

Factset Ownership（取得日2018年11月28日）

図表3 日産自動車、ルノー、三菱自動車の資本関係



日本経済新聞社「ゴーン氏 私的流用か」、2018年11月20日

ところで今回の日産自動車のトップへの権限の集中に対して、機関投資家はどのように反応していたのであろうか。日産自動車は2017年までは社外取締役が1人であり、社外取締役が2人未満の企業は当時の日経225採用銘柄のなかで日産自動車1社であった。議決権行使助言会社のISSは社外取締役2人以上を求めており、1人しかいなかった日産自動車の2017年のゴーン氏の選任議案賛成率は75%と非常に低いものであった。このような結果を受けて、日産自動車は2018年に社外取締役を3人に増員した。2018年の株主総会においては、図表2で示されている国内外の機関投資家は取締役選任議案に賛成票を投じている<sup>6</sup>。

また、MSCIは2018年9月に日産自動車のESG格付けを最低の「CCC」に引き下げていた。その理由としてガバナンスの問題点を次のように指摘している。すなわち、ゴーン会長など一部の取締役に権限が集中しすぎていたこと。ゴーン会長の取締役在任期間は19年、取締役の構成は70歳以上が22%、在任期間15年以上の人の割合が22%と高いこと。加えて、取締役会の進行役である会長を業務の執行役も兼ねるゴーン会長が務めていたこと。この形式では、経営の監督を担う取締役と経営実務の執行が分離していない。在任期間が長い人物が多いことで風通しも悪かった。ルノーや三菱自動車などの関係者以外の少数株主の利益を損なう恐れがあるということである<sup>7</sup>。

日産自動車の株主構成から見てくる論点は、ルノーという大株主の存在、その背後にはフランス政府があるという点、そして機関投資家の存在という点であろう。機関投資家はスチュワードシップ・コードの導入により、より厳格に議決権行使を行うようになっており、社外取締役が少なかった日産自動車の取締役選任議案には反対票を多く投じていたとみられる。しかし、機関投資家の反対票が増加しても、ルノーという大株主の存在があり、そしてその経営トップが日産自動車のトップを兼任するという下では機関投資家、資本市場からのチェック機能の限界があるということである。

以上、日産自動車の事件から考察したコーポレート・ガバナンスの問題点を考察した。第三者委員会の設置や裁判前の段階であり、ことの詳細を判断するには時期尚早であるといえるが、コーポレート・ガバナンスに、特に内部統制および株主構成に問題があるということは明らかであろう。今後経営者報酬の決定プロセスの開示などに関する議論を進める必要があろう。

今回の日産自動車事件のように、経営者が株主やその他ステークホルダーの意向に反した経営を行うことが大企業の問題であり、それを防ぐシステムがコーポレート・ガバナンスの問題だといえる。また、グローバル企業として大株主が仏ルノー、その背後にはフランス政府の存在もあり、内部統制の問題や市場による規律といったこれまでのコーポレート・ガバナンス論の範疇では議論に限界があるのではないだろうか。そこで次章ではコーポレート・ガバナンスの問題について、これまでの学説を振り返りながら再考していく。

6 日本経済新聞「ゴーン会長、開示義務化後に不正高給批判を意識か 企業統治不全も露呈」2018年11月21日。

7 日本経済新聞「環境・社会・ガバナンス格付け 日産は「最低」9月に指摘」2018年11月22日。



### 3. コーポレート・ガバナンス論再考

これまでのコーポレート・ガバナンス論を振り返るにあたり、ミシガン大学の Gerald Davis 教授の議論<sup>8</sup>を参考に以下のように整理した。

#### （1）経営者主義（Managerialism）

Berle & Means [1932] の *The Modern Corporation and Private Property* における研究は、1960年代までアメリカにおける支配的な株式会社論となった。曰く株式会社の大規模化は、証券市場からの大規模な資金調達を必要とした。その結果として零細な株主数が増加し、相対的にそれまでの大株主の持ち株比率は低下した。これにより「経営と支配の分離」—すなわち零細な株主の経営に対して関与する力は小さくなり、経営は専門家に委ねられる—が起きた<sup>9</sup>。大株主の支配から自由になった経営者は、株主の利益を最大化することを目標とするかもしれないし、自らの経営に対する欲望、特権、権力を追求することが第一目標になる可能性もある。そこで会社の社会に対する責任の論拠として「会社の良心」が考えられた。このような考え方は **Managerialism** と呼ばれている。

1970年代になると、「法と経済」の研究者はこの **Managerialism** の合理性に疑問を持ち始めた。1970年代は機関投資家の株式保有が増大し、「証券市場の機関化」現象が大きく進展した時期でもある。法律と経済の研究者は、なぜ合理的な投資家は、所有と経営が分離し、経営者がその資本を自己満足のために使うかもしれない企業に投資するのかと問うた。

#### （2）エージェンシー理論

機関投資家のような合理的な投資家がなぜ、「所有と経営の分離」が起こる大規模な公開会社に投資をするのか。「法と経済」の研究者たちは、エージェンシー理論によって説明してきた。それは、株式会社は「契約の束」で成り立っており、その契約に基づいた監視を受け、経営者は常にその監視のプレッシャーを受けているからである、という<sup>10</sup>。これは、Coase [1937]、Jensen and Meckling [1976]、Fama and Jensen [1983a, b] によって展開された企業の契約理論をベースにしたものである。経営者は株主（出資者）から経営を委託されたエージェント（代理人）であり、コーポレート・ガバナンスは、出資者がその投資収益を確保するシステムであるとしている。そこで、株主がいかに経営者をコントロールするかが第一義的な問題となる<sup>11</sup>。株式市場は、常に企業パフォーマンスに関して継続的な評価を行っており、経営者はこの評価を常

8 Davis [2005], pp.144-157.

9 **Managerialism Economist** と呼ばれた Marris [1964] は、たとえば利益ではなく成長を第一優先に考えて経営される企業をそのモデルとしてあげている。

10 Mann [1965] は、「会社支配のための市場」の存在をあげ、投資家が経営に不満足な場合、保有株式売却を選択する可能性がある。それに伴う価格下落により、企業買収の標的となり、非効率な経営を行う経営者は淘汰されることを述べた。

11 Shleifer Andrei & Robert W. Vishny [1997], p.737.

に意識して経営を行う必要がある。1970年代と80年代にこの理論は、公開会社の理論的基礎となった。公開会社の経営者は、「株主価値の最大化」を使命とし、それをコーポレート・ガバナンスの目標として実証する必要がある。そしてこの経営者行動は株式市場から瞬時に判断される仕組みである。

このような企業理論はエージェンシー理論、もしくは機能主義的アプローチと呼ばれている<sup>12</sup>。このアプローチは、企業そのものの説明にとどまらず、会社法や証券取引法の機能を理解するためにも用いられてきた。企業に関連する法律は、株主価値最大化のための枠組み・機能として捉えられた<sup>13</sup>。経営は株主価値を最大化するという観点から、法律や上場する市場を選択することができる。こうしたアプローチは、証券市場間競争の理論的根拠ともなった<sup>14</sup>。また投資銀行、会計士、取締役、テイクオーバー市場などの他の機関、制度も株主価値最大化のための機能として捉えられた。ここでは株式価格がすべての価値判断の基準となった。この根拠は「効率的市場仮説」にある<sup>15</sup>。効率的市場仮説を根拠とした将来予測市場は、金融分野に限らず拡大している。「効率的市場仮説」の市場の効率性に関して、批判的検討もなされたが、株主価値の最大化を株式会社の究極的な目標とする機能主義的アプローチは1980年代の支配的フレームワークになった。

### (3) 社会学的アプローチ

1980年代に市場のアノマリーが発見され、効率的市場仮説に対する信頼が薄れ、その後市場投資家の心理を研究する「行動ファイナンス」が注目されるようになった<sup>16</sup>。しかし、効率的市場仮説の現実社会への影響は、1980年代にむしろ高まった。株式会社は株主価値極大化を唯一の目的として運営されるべきであるという説が、投資家、経営者、政策当局間に当然のように認識されていった。

一方組織論や社会学の分野においては、効率的市場仮説に対する批判的検討がなされてきた。Roy [1997] の「社会資本」 *Socializing Capital* と Fligstien [1990] の「株式会社支配の変遷」 *The Transformation of Corporate Control* は、歴史的に株式会社を考察し、現代アメリカ株式会社の本質的な特徴を形作る政治的、法律的側面を強調している。著者は「誰が大規模な産業株式会社を創造する決定権を持っているのか？その意思決定に対して、どの程度、合理性や社会影響、他の意思決定論理が影響を及ぼしているのであろうか？」という問題意識をもつ。これは、従来の効率的市場仮説に対して、Power Theory と呼ばれている<sup>17</sup>。

1990年代後半には、歴史的もしくは社会学的なアプローチをとる研究者達は狭義のコーポレー

12 Gerald [2005], p.146.

13 Easterbrook & Fischel[1991].

14 Rao et al. [2000].

15 Jensen [1988]によれば、いかなる科学的仮説も効率的市場仮説にはかなわない。なぜなら、金融市場は現在や過去のパフォーマンスを評価するのではなく、未来を評価するものであるからである。

16 Shiller [2002] Shefrin [2000].

17 Roy [1997], p.14.



ト・ガバナンスに焦点を当て実証的に効率的市場仮説批判を展開していった。取締役会の構成に焦点をあて、1人の社外取締役が2社以上の企業に同時に取締役として行動する影響が検討された。これは、役員は株主の代理人であるという株主価値最大化のアプローチの批判的検討である<sup>18</sup>。また、CEOの権力の強さと社外取締役のそれらとの相関関係の実証研究<sup>19</sup>がされている。このような企業行動を権力のバランスで捉える研究としては、有名なC.Wright Mills [1956]の*The Power Elite*があげられるが、2000年代以降の社会学的アプローチは同じテーマを扱い、株主価値最大化の批判的検討をしている。同様なアプローチで、CEOと取締役会役員との関係、取締役への報酬、取締役会員間の権力関係などが研究されている<sup>20</sup>。

また社会学的アプローチの別の研究として、株主構成とその変化が企業運営に与える影響について実証研究がなされてきた<sup>21</sup>。さらに株式会社の経営者行動と株式市場の評価をテーマにした研究もある。ファンドマネージャーが株式会社運営に及ぼす影響は大きくなっていることを研究したMichael Useemは、*Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*<sup>22</sup>を記し、機関投資家の企業への影響が大きくなっていることを明らかにした。

このように社会学的アプローチは、効率的市場仮説批判を中心に取締役会の問題など狭義のコーポレート・ガバナンスに焦点を当てる傾向が強かった。一方、「法と経済」の分野では、1990年代半ば以降、マクロ的かつ国際的なレベルでコーポレート・ガバナンスを捉える、むしろ社会学的な研究が多くなされるようになった。これは、経済活動のグローバル化、クロスボーダー投資の増加、旧社会主義国の資本主義化に対応したものであった<sup>23</sup>。1994年に刊行されたMark Roeの*Strong Managers, Weak Owners*<sup>24</sup>はこのような研究の先駆けであった。

Roeはアメリカのコーポレート・ガバナンスの形成要因として、金融に関する法律の影響を歴史的に論じていた。その後、Roe [2003]、Rajan & Zingales [2003]は、コーポレート・ガバナンスの形をつくるのは、法律そのものではなく、政治システムであると結論づけている。

#### （４）社会学+社会運動アプローチ

「法と経済」からのアプローチが、法律、政治の影響からコーポレート・ガバナンスの形成を論じ、社会学的なアプローチに近い研究手法をとってきたのに対し、社会学の分野においては、株式会社のミクロ部分に焦点をあてる研究が主流を占めてきた<sup>25</sup>。

また、エンロンやワールドコムに代表される株式会社のスキャンダルは、これまで社会学的アプローチをとる研究者が主張してきたことと一致し、近年、これらの研究者にとっては、より

---

18 Mizuchi [1996].

19 Zajac & Westphal [1996].

20 Gulati & Westphal [1999], Westphal & Poonam [2003].

21 Davis & Stout [1992], Palmer & Barber [2001], Kang & Sorensen [1999].

22 Useem [1996].

23 Davis [2005], p.134.

24 Roe [1994]

25 Sachs [2000], pp.29-43.

マクロ的な株式会社論、資本主義論が喫緊の課題となっている。Michael Useem が現代の資本主義を、「投資家資本主義」と表現しているが、多くの研究者が彼のアプローチを踏襲している。すなわち、金融市場をとりまく制度、投資家の行動からマクロ的なコーポレート・ガバナンスを説明する研究がみられる<sup>26</sup>。

1980年代のM & A全盛時代に、「法と経済」の研究者らは、レーガン政権の政策に重要な影響を与えてきた。彼らは「株主価値極大化」のコーポレート・ガバナンスの普及に大きく貢献した<sup>27</sup>。そこでは、実態取引を大きく超えて取引される金融市場とコーポレート・ガバナンス分析の重要な課題となった。

一方、社会学的なアプローチにおいては、社会におけるプレーヤー間のネットワーク、情報、外部評価者への指標が重視される。金融市場の参加者は、取締役会、他の投資家や会計士、法律事務所などが金融市場に伝えるシグナルに敏感である。そこで、金融市場に反応して、どのようにコーポレート・ガバナンスが形成されるかという問題意識にもとづいた研究がなされてきた。これは、ある意味、「法と経済」のアプローチに社会の変化に関する情報を反映させようとする試みである。今日の投資家は企業に対して、ESG（環境・社会・ガバナンス）情報の開示を求めているが、これはこれらの問題を企業が軽視することによる、訴訟リスク、評判リスク、非買運動などによる収益低下リスクを懸念しているためである。

## （5）社会運動と組織論

株式会社研究の社会的アプローチは、さまざまな組織を研究する社会科学であり、組織論的研究の一部と考えられる。一方、別の観点から組織を社会科学的に研究する分野として集团的行動や社会運動に焦点をあてた研究がある。前者が組織構造に注視するのに対して、後者は、社会運動が組織に及ぼす影響などのプロセスを研究する。両研究分野は、近年まで交流することはなかったが、組織研究においては、株式会社や政府、大規模NPOなど、比較的組織の境界が明確な既存の組織団体が研究対象となってきた。近年株式会社研究において、社会運動のアプローチが取り入れられてきている。これは株式会社の多国籍化・大規模化が進むにつれて、それらが国家のような権限をもつようになったためであると考えられる。「市民」は企業経営に不満がある場合、集団行動を取る可能性がある<sup>28</sup>。さらに、今日の経済のグローバル化すなわち情報・コミュニケーション技術、資本・財・労働力が国境を自由に越え移動する状態では、国家の権限は弱まり、大規模な多国籍企業の権力が強まる。社会運動や集団行動の対象もこのような株式会社にシフトし、従来の組織論と社会運動のアプローチがひとつの方向に収斂しつつある<sup>29</sup>。

国家と株式会社のバランスオブパワーのシフトは、別の観点からみると、国家と株式会社間の

26 Giddens [2000], p.27.

27 Davis & Stout [1992].

28 Zald & Berger [1978].

29 Davis et al. [2005], p.337.

問題である。すなわち双方が「消費者」や「投資家」を管理する必要があり、また双方とも社会運動の対象になる点で共通点をもつ。この意味において社会運動という観点からもコーポレート・ガバナンスは考えられる。

以上、これまでのコーポレート・ガバナンス論について考察したが、日産自動車のトップへの権限集中問題は、我々を伝統的な経営者主義論に立ち返らせ、「株主価値極大化論」をもたらしたエージェンシー理論、「効率的市場仮説」の限界を改めて示した。すなわち一大株主が40%以上の株式を保有する、またその大株主に国家が出資をしている状況では、市場は効率的に機能しないことを示した。また同事件は、国家と株式会社の問題をも提示している。社会運動と組織論のアプローチがコーポレート・ガバナンス論を取り上げるようになったということは、株式会社が国家に匹敵するほどのパワーを持ってきたということを意味し、国家が巨大な株式会社をコントロールする必要性を感じているといえる。このように、現代のコーポレート・ガバナンスの議論においては、国家と株式会社、そして投資家、市民の観点から考える必要がある。換言すれば、投資家や市民が株式会社を監視する役割を担っているともいえる。では、今日の投資家、とくに機関投資家は株式会社に対してどのように監視、エンゲージメントを行っているのだろうか。次章でこの点について論ずる。

## 4. わが国企業の株式保有状況と機関投資家のエンゲージメント

### （1）わが国企業の実質株式保有状況

まず、東京証券取引所の株式分布図にて確認しよう。図表4が示しているように1990年代半ば以降より外国法人持ち株比率の増加が顕著であり、2000年代以降は他部門の比率を大幅に超えてきている。現在は上場企業の発行済み株式総数の約30%を外国法人が保有している。東証一部に限定した外国法人持ち株比率は30.3%、二部では23.2%、JASDAQでは11.6%<sup>30</sup>である。その他の特徴として、商業銀行と事業法人による持ち株比率が趨勢的に減少している一方で、信託銀行による持ち株比率が上昇している。これは、株主名簿に記載されている「信託口」であり、資産管理銀行と呼ばれる機関である。わが国においては、「日本トラスティ・サービス信託銀行」「日本マスタートラスト信託銀行」「資産管理サービス信託銀行」の3機関が存在している<sup>31</sup>。

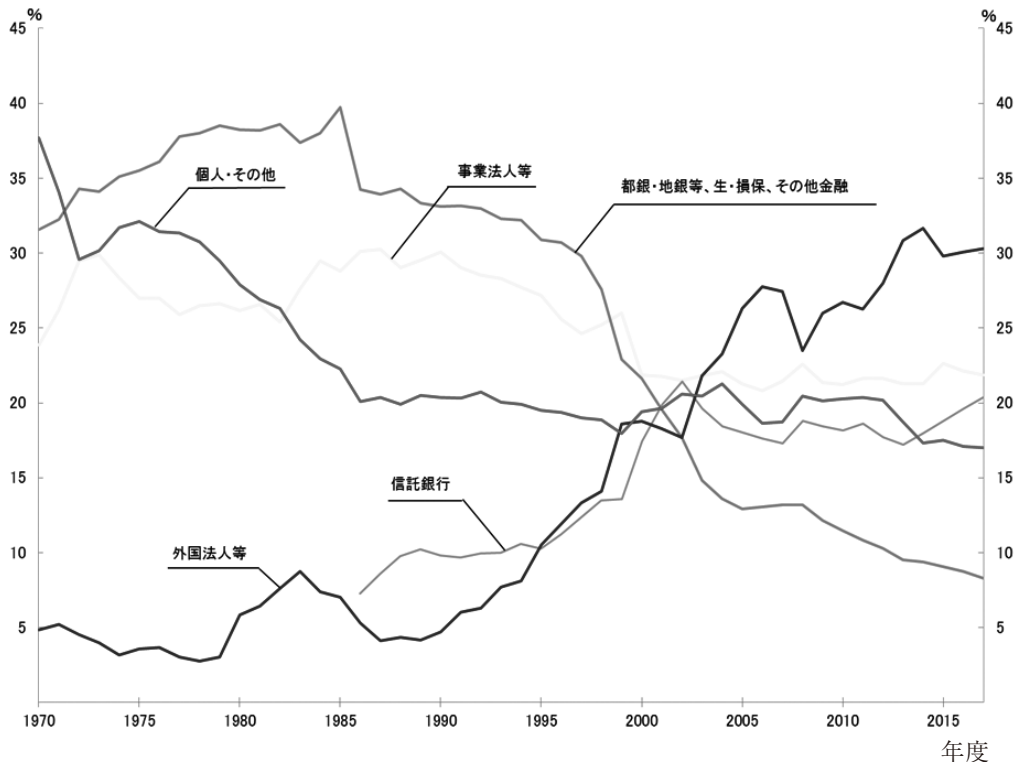
現在、企業の有価証券報告書に記載されている大株主名簿にはその上位に内外の信託銀行が名を連ねている企業が少なくない。しかし実際に議決権行使などのエンゲージメント活動を行っているのは、資産運用を受託している資産運用会社であり、企業と機関投資家との対話にとっては、実質株主を把握する必要がある。

30 東京証券取引所、「2017年度株式分布調査について」、p.5.

<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000036n2d-att/j-bunpu2017.pdf>（2018年6月取得）

31 鳥居 [2017]、p.64.

図表4 主要投資部門別株式保有比率の推移



(注) 1.1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

2.2004年度から2009年度まではJASDAQ証券取引所上場会社分を含み、2010年度以降は大阪証券取引所または東京証券取引所におけるJASDAQ市場分として含む。

出所：東京証券取引所、「2017年度株式分布状況調査の結果について」p.5

図表5は日経225企業の資産運用会社の株式保有比率の推移（2013年から2018年）を見たものである。全体としては、2013年に同比率は14.35%であったが、2018年に23.35%まで伸長した。業種別にみると電気機器、精密機器、窯業が30%前後と資産運用会社の持ち株比率が高いことがわかる。現在、わが国主要企業の発行済み株式総数の20%以上を資産運用会社が保有しており、それらのエンゲージメントによる影響力は大きいといえる。

本章では、わが国大企業における実質株主状況を概観し、内外の資産運用会社が重要な位置を占めていることを確認した。資産運用のグローバル化が進む中で、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの推進も相まって、資産運用会社と企業との対話が重要になってきている。

図表5 資産運用会社持株比率の推移（日経225） 2018年10月現在

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
医薬品	11.96	13.81	16.34	18.99	21.14	21.78
電気機器	18.09	20.54	22.12	26.45	29.92	30.73
自動車	13.47	14.40	15.99	17.36	17.77	18.53
精密機器	19.28	19.26	23.48	27.08	29.22	28.16
通信	11.74	12.38	13.34	14.54	15.41	15.31
銀行	12.04	13.89	16.11	19.28	19.78	20.96
証券・保険	15.61	17.86	19.72	21.41	23.20	23.83
食品	12.61	14.20	15.91	19.48	22.50	22.05
小売業	14.61	15.87	18.38	23.18	23.72	25.32
サービス	17.55	19.33	20.98	23.81	20.62	24.03
繊維・パルプ	12.96	14.00	15.47	20.06	23.49	23.68
化学	15.89	18.29	20.46	25.74	27.57	27.72
窯業	16.35	17.47	20.24	22.95	28.00	29.90
鉄鋼	10.50	12.98	17.49	19.61	20.44	18.35
非鉄・金属	15.04	15.84	19.41	24.80	27.36	27.24
商社	15.46	16.08	15.74	19.65	21.49	21.73
建設	14.11	16.25	18.50	24.42	26.63	24.98
機械	16.77	16.62	19.52	24.07	25.51	27.34
不動産	20.67	19.96	20.54	24.71	25.45	25.90
鉄道・バス	8.35	9.73	10.78	15.76	17.62	17.19
電力・ガス	8.31	8.92	11.45	12.34	15.22	15.70
全体	14.35	15.60	17.71	21.22	22.96	23.35

Factset Ownership database より筆者作成

## （2）機関投資家のエンゲージメントの重要性

日産自動車の事例を契機に、今後機関投資家の議決権行使およびエンゲージメントの重要性がますます増してくるであろう。本章では、機関投資家のエンゲージメント状況および、今後のエンゲージメント課題を検討する。

2014年のスチュワードシップ・コード導入以降、わが国の機関投資家は取締役会への出席率の低さ、筆頭株主出身、低ROEなどの理由で、役員の選任議案に反対票を投じ始めた。株主総会での会社提案の役員選任議案で賛成率が50%未満だった役員は、2016年度はゼロであったが、2017年度は14人に急増している。また、支持率が60、70%台の役員数も増加している。一方、支持率が90%台の役員は大幅に減少している（図表6）。

図表7は主要な機関投資家の2017年および2018年の議案毎の反対票率をみたものである。2017年と比較した場合、一部機関を除いて合計、特に取締役選任議案の反対比率が低下してい

ることがわかる。これは企業側の対応が評価されていると考えられる。一方、三井住友信託銀行や三菱 UFJ 信託銀行では反対比率が上昇しており、双方とも取締役選任議案に対する反対比率が上昇している。

図表6 わが国企業の株主総会賛成率の推移

賛成率	2016年度	2017年度	増減数
50%未満	0	14	+ 14
50%台	21	24	+ 4
60%台	101	129	+ 28
70%台	442	506	+ 64
80%台	2162	2154	- 8
90%台	24556	23934	- 622
100%台	127	85	- 42
合計	27409	26847	- 562

出所：週刊東洋経済「株主総会で賛成率が急落」2018年8月11日号

図表7 主要機関投資家の議案別反対投票率

	野村アセットマネジメント (4-6月)		大和証券投資信託委託 (6月)		日興アセットマネジメント (前年7-6月)		アセットマネジメントワン (4-6月)		ニッセイアセットマネジメント (4-6月)		東京海上アセットマネジメント (前年7-6月)		三井住友アセットマネジメント (4-6月)		大和住銀投信投資顧問 (前年7-6月)	
	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017
取締役の選解任	4.4	5.7	9.0	36.0	17.1	18.5	16.0	29.2	11.0	12.6	13.2	14.5	39.1	47.5	32.4	50.5
監査役の選解任	21.9	23.9	12.6	25.1	9.4	9.4	22.1	9.9	11.8	12.2	4.7	4.4	27.0	27.4	26.6	32.8
会計監査人の選解任	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4	4.3
役員報酬	27.3	27.8	7.3	7.5	9.5	3.4	13.3	4.4	12.9	9.9	3.1	2.4	12.9	24.2	14.3	18.1
退任役員の退職慰労金の支給	52.1	53.7	13.1	18.2	13.8	22.2	94.9	40.1	36.6	46.9	14.3	20.2	49.5	53.7	73.7	72.1
剰余金の処分	9.0	7.5	5.7	5.0	8.9	9.4	5.1	5.1	24.4	22.0	4.8	0.2	13.7	15.0	13.5	18.6
組織再編関連	0.0	0.0	5.0	0.0	20.4	15.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27.5	15.7
買収防衛策関連	100.0	100.0	76.9	90.3	100.0	90.9	86.0	81.7	100.0	100.0	100.0	86.1	92.7	93.1	93.8	96.4
その他資本政策関連	4.8	0.0	-	-	6.8	-	3.3	-	3.8	-	0.0	-	4.3	3.3	-	-
定款関連	6.0	4.0	1.1	2.2	7.4	8.7	1.3	3.3	5.1	5.0	1.0	1.5	1.8	0.0	7.6	12.6
その他	-	8.3	3.7	1.2	100.0	4.4	-	1.2	-	1.7	0.0	-	100.0	-	12.0	4.6
合計	7.6	8.5	9.3	18.0	15.6	16.9	16.0	15.7	12.3	13.5	11.4	13.0	34.7	41.5	29.6	33.1
株主提案 (賛成比率)	11.6	7.1	2.9	3.0	15.2	7.7	9.3	8.7	9.9	7.8	3.0	3.4	11.8	8.8	23.2	11.6
備考	役員選任集計方法変更				役員選任集計方法変更								役員選任集計方法変更			

	三井住友信託銀行 (4-6月)		三菱UFJ信託銀行 (前年7-6月)		りそな銀行 (前年7-6月)		第一生命保険 (前年7-6月)		ブラックロック・ジャパン (投信) (5-6月)		インベスコ・アセット・マネジメント (5-6月)		ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント (4-6月)	
	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017
取締役の選解任	22.6	13.1	12.3	5.3	12.3	5.3	8.3	8.0	2.3	0.5	4.2	21.1	8.8	48.0
監査役の選解任	10.9	8.8	12.0	14.1	9.0	10.8	7.2	5.7	14.5	19.3	18.5	21.7	14.1	15.7
会計監査人の選解任	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
役員報酬	19.6	7.7	15.2	16.5	17.3	17.5	4.7	1.9	6.1	5.6	5.9	6.0	0.2	0.4
退任役員の退職慰労金の支給	36.1	38.9	45.8	50.5	20.6	38.3	13.3	22.7	27.7	40.5	75.0	82.9	44.3	74.3
剰余金の処分	7.5	6.1	2.9	2.3	4.8	4.6	0.5	0.6	0.2	0.3	0.5	1.3	0.8	0.6
組織再編関連	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0	0.0	0.0	3.5	3.9
買収防衛策関連	100.0	35.5	68.9	69.5	61.3	61.4	31.8	34.9	95.8	-	100.0	100.0	-	-
その他資本政策関連	1.1	0.4	0.0	0.0	3.8	1.7	-	-	2.7	-	0.0	-	-	-
定款関連	1.9	5.3	1.7	1.8	3.7	5.2	0.0	0.0	4.0	-	1.4	2.9	2.5	3.2
その他	75.0	42.9	75.0	72.4	100.0	0.0	2.5	0.3	50.0	21.2	0.0	0.0	12.5	13.6
合計	20.3	12.1	11.8	6.9	8.6	8.8	3.9	3.3	5.3	14.7	9.0	25.8	4.2	5.0
株主提案 (賛成比率)	3.5	2.4	7.0	12.8	3.1	1.5	2.7	0.0	3.6	1.7	18.7	18.1	16.6	14.6
備考									役員選任集計方法変更		役員選任集計方法変更			

出所：野村資本市場研究所 [2018]、p.12.



三井住友信託銀行では親会社を有する企業において社外取締役選任割合基準（取締役総数の3分の1以上）の設定や業績基準の厳格化が要因、また、三菱UFJ信託銀行では社外取締役が複数選任されていない場合や、親会社等を有する上場会社において独立性のある社外取締役が取締役総数の3分の1以上選任されていない場合、従来は社長の取締役選任議案に反対していたものを取締役候補者全員の選任に反対することに変更したことが主因と考えられる。また買収防衛策については2018年により厳格に反対する機関が増加しており、100%反対とする機関が6社に増加した。機関投資家のこのような姿勢により、買収防衛策を廃止する企業も増加している。

このように、近年は企業側が機関投資家の要求に応えるケースが増加している。一方社外取締役に問題がある企業、もしくは買収防衛策を導入している企業の取締役選任議案への反対比率は上昇しており、わが国機関投資家は議決権行使基準を厳格化させる傾向にあるといえる<sup>32</sup>。

### （3）金融庁のエンゲージメントガイドライン

金融庁は、2019年6月に「投資家と企業の対話ガイドライン」を公表した。このガイドラインは、コーポレート・ガバナンスを巡る現在の課題を踏まえ、スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードが求める持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にむけた機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたものである、とされ両コードの附属文章として位置づけられている。

金融庁が公表した「投資家と企業の対話ガイドライン」においては、資本コストに見合うリターンという観点からの経営・投資・財務戦略、CEOの選解任、取締役会の多様性、独立社外取締役・監査役の質、および政策保有株式などの課題がエンゲージメントアジェンダとして挙げられている。図表8はCEOの選解任・取締役会の機能発揮等の項目を抜き出したものである。CEOの選解任、役員報酬、取締役会の機能など、前掲の日産自動車の問題でまさに議論されている事項が今後のエンゲージメント課題として取り上げられている。機関投資家は今回の事件を受けて、これらの項目についてより厳格にエンゲージメントをする必要がある。特に報酬決定プロセス、独立社外取締役の選任については、エンゲージメントの重要な課題となろう。

図表8 金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」

#### 3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

##### 【CEOの選解任・育成等】

- 3-1. 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、経営環境の変化に対応した果敢な経営判断を行うことができるCEOを選任するため、CEOに求められる資質について、確立された考え方があるか。
- 3-2. 客観性・適時性・透明性ある手続により、十分な時間と資源をかけて、資質を

32 野村資本市場研究所 [2018]、p.11.

備えた CEO が選任されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した指名委員会が活用されているか。

- 3-3. CEO の後継者計画が適切に策定・運用され、後継者候補の育成（必要に応じ、社外の人材を選定することも含む）が、十分な時間と資源をかけて計画的に行われているか。
- 3-4. 会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEO がその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEO を解任するための客観性・適時性・透明性ある手続が確立されているか。

【経営陣の報酬決定】

- 3-5. 経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した報酬委員会が活用されているか。また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。

【取締役会の機能発揮】

- 3-6. 取締役会が、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な知識・経験・能力を全体として備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構成されているか。その際、取締役として女性が選任されているか。
- 3-7. 取締役会が求められる役割・責務を果たしているかなど、取締役会の実効性評価が適切に行われ、評価を通じて認識された課題を含め、その結果が分かりやすく開示・説明されているか。

【独立社外取締役の選任・機能発揮】

- 3-8. 独立社外取締役として、適切な資質を有する者が、十分な人数選任されているか。また、独立社外取締役は、資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解など、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に実効的に寄与していくために必要な知見を備えているか。独立社外取締役の再任・退任等について、自社が抱える課題やその変化などを踏まえ、適切な対応がなされているか。
- 3-9. 独立社外取締役は、自らの役割・責務を認識し、経営陣に対し、経営課題に対応した適切な助言・監督を行っているか。

【監査役の選任・機能発揮】

- 3-10. 監査役に、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する人材が選任されているか。
- 3-11. 監査役は、業務監査を適切に行うとともに、適正な会計監査の確保に向けた

実効的な対応を行っているか。監査役に対する十分な支援体制が整えられ、監査役と内部監査部門との適切な連携が確保されているか。

金融庁ホームページ、<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/01.pdf>（2018年9月取得）

## 5. まとめにかえて

本稿では、2018年11月に起こった日産自動車の経営者逮捕の問題を受けて、グローバル化下における多国籍企業のコーポレート・ガバナンスの問題を考察した。日産自動車の事件そのものについての議論は時期尚早であるといえるが、そこには経営トップへの権限の集中、そこから起きてくるガバナンス不全があったといえる。「所有と経営の分離」にある経営者主義の株式会社をチェックするシステムがコーポレート・ガバナンスの中心的な課題であるが、これまでのコーポレート・ガバナンス論で議論されたチェックシステムが有効に機能せずに、経営者に権限が極度に集中していたことから起きた事件だと考えられる。

ルノーという大株主、またその背後にはフランス政府という特殊な株主構成の下では、市場によるチェックや内部統制システムは機能せず、機関投資家のエンゲージメントも効果を果たしえなかった。第4章で、金融庁が公表した「投資家と企業の対話」ガイドラインについて言及したが、今後日産自動車のような問題が起きないようにエンゲージメントが強化されると考えられる。

しかし、より根本的な問題として株式会社が国家に匹敵するほどのパワーをもってきたということ、そして国家、株式会社、投資家、市民のパワーオブバランスの問題としてコーポレート・ガバナンスを考察する必要があるのではないだろうか。すなわち、投資家や市民は株式会社をどのような視点、評価軸から、どのようにチェックしていくのか、という問題を考える必要がある。その一つの軸、投資家と市民の評価軸を統合させるものとしてESG（環境・社会・ガバナンス）投資が位置づけられるのではないだろうか。

## 参考文献

- Berle, A. and Means, G. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan.
- Coase, R. [1937], The nature of the firm, *Econometrical* 4, pp.386-405.
- Davis, G. F. and Stout, S. K. [1992], "Organization Theory and the Market for Corporate Control: a dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets", 1980-1990, *Admin. Sci. Q.*, 37, pp.605-633.
- Davis G. F. et al., [2005], *Social Movement and Organization Theory*, Cambridge University Press.
- Fama, E. and Jensen, M. [1983a], "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics* 26, pp.301-325
- Fama, E. and Jensen, M. [1983b], "Agency Problems and residuals claims", *Journal of Law and Economics* 26, pp.327-349.
- Fligstein, N. [1990], *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, MA: Harvard Univ. Press.
- Giddens, A. [2000], *Runaway World: How Globalization is Reshaping our Lives*, New York: Routledge.

- Gilati, R. and Westphal, J. D. [1999], “Cooperative or Controlling? The Effects of CEO-Board Relations and the Content of Interlocks on the Formation of Joint Ventures”. *Admin. Sci. Q.*44:473-506.
- Jensen, M. and Meckling, W. [1976], “Theory of the firm; Managerial behavior, agency costs, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Kang, D. L. and Sorensen A. B. [1999], “Ownership Organization and Firm Performance”, *Annu.Rev.Soc.* 25: pp.121-144.
- Mann, H. G. [1965], “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 73, pp.110-120.
- Marris, R. [1964], *The Economic Theory of ‘Managerial’ Capitalism*, New York: Free Press.
- Mizruchi, M. S. [1996], “What do Interlocks do? An Analysis, Critique, and Assessment of research on Interlocking Directorates”, *Annu.Rev.Soc.*22: pp.271-28.
- Mills, C. W. [1956], *The Power Elite*, reprinted in 2000, Oxford UP.
- Palmer, D. A. and Barber, B. M. [2001], “Challengers, Elites, and Owning Families: A social Class Theory of Corporate Acquisitions in the 1960s”, *Admin.Sci.Q.* 46: pp.87-120.
- Rajan, R. G. and Zingales, L. [2003], “The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century”, *Journal of Financial Economy*, pp.69:5-50.
- Rao, H., Davis, G. F., Ward, A. [2000], “Embeddedness, Social Identity and Mobility: Why Firms Leave the NASDAQ and Join the New York Stock Exchange”, *Admin. Sci.Q.* 45: pp.268-292.
- Roe, M. [1994], *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton U.P.
- Roe, M. J. [2003], *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, New York: Oxford Univ. Press.
- Roy, W. G. [1997], *Socializing Capital: The rise of the Large Industrial Corporation in America*, Princeton Univ. Press.
- Sachs, J. [2000], Note on a new sociology of economic development. In *Culture Matters: How Values Shape Human Progressed*. Harrison, L. E. and Huntington, S. P. (eds.) pp.29-43. New York: Basic.
- Shefrin, H. [2000], *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Boston MA: Harvard Business School Press.
- Shiller, R. J. [2003], *The New Financial Order*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Shiller, R. J. [2002], “From Efficient Market Theory to Behavioral Finance”. *Cowles Foundation Discussion Paper*, No.1385.
- Useem, M. [1996], *Investor Capitalism: How Money Managers are changing the Face of Corporate America*, Basic.
- Westphal, J. D. and Poonam, K. [2003], “Keeping Directions in Line: Social Distancing as a Mechanism in the Corporate Elite”, *Admin.Sci.Q.*48: pp.367-390.
- Zald, N. M. and Berger, M. [1978], “Social Movements in Organizations: Coup d’Etat, Insurgency, and Mass Movements”, *American Journal of Sociology*, Vol.83, No.4, pp.823-861.
- Zajac, E. J. & Westphal, J. D. [1996], “Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs”, *Academy of Management Journal*, Vol.39, No.1, pp.64-90.
- 鳥居陽介 [2017] 「実質株主による議決権行使とスチュワードシップ責任の考え方」『日本経営学会誌』第39号.

東京証券取引所「2017 年度株式分布状況調査の結果について」

三和裕美子 [2014] 「日仏両国のコーポレート・ガバナンス改革における機関投資家の役割」『明大商学  
論叢』第 96 号第 4 号．

野村資本市場研究所 [2018] 「金融情報アップデート「2018 年の議決権行使状況と今後の注目点」」、2018  
年 10 月 11 日、p.12.